信用评级公告

联合〔2021〕394 号

联合资信评估股份有限公司通过对阳谷祥光铜业有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳谷祥光铜业有限公司主体长期信用等级为 AA，“20 阳谷祥光 CP001”和“20 阳谷祥光 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

阳谷祥光铜业有限公司 2021 年度跟踪评级报告

评级结果：

名称	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
阳谷祥光铜业有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 阳谷祥光 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 阳谷祥光 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 阳谷祥光 CP001	5 亿元	5 亿元	2021/07/16
20 阳谷祥光 CP002	5 亿元	5 亿元	2021/12/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 1 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型铜冶炼企业之一，在经营规模、生产工艺及技术水平等方面具备的竞争优势。跟踪期内，公司经营及财务状况保持稳定。同时，联合资信也关注到公司铜精矿加工费持续下降、整体盈利能力趋弱、债务结构有待改善、短期债务压力大等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

公司具有一定规模优势，产品认可度较高；同时积极发展多金属回收业务，加大公司自有技术的输出，未来公司收入规模和盈利能力有望保持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 阳谷祥光 CP001”和“20 阳谷祥光 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内大型铜冶炼企业之一，具有一定规模优势，产品认可度较高。截至 2020 年 9 月底，公司实际电解能力和阳极板实际冶炼能力分别为 50 万吨/年和 45 万吨/年；金、银和硫酸的产能分别为 20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。
2. 公司生产工艺水平较高，技术实力强，铜精矿回收率高；多金属回收对公司盈利能力有所提升。公司拥有“闪速熔炼”“闪速吹炼”“旋浮铜冶炼工艺应用”等多项专利技术。2019 年，公司铜精矿回收率平均为 98.85%。2020 年 1—9 月，公司其他板块毛利率同比增长 40.44 个百分点，主要系当期由铜精矿中提取不计价金属鈀，获得额外收益所致。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对存续期内债券覆盖能力很强。2019 年，公司经营活动流入量和现金类资产分别是存续期内债券本金余额的 35.22 倍和 5.87 倍。

关注

1. 跟踪期内，铜精矿加工费持续下降，铜贸易业务盈利空间收窄。2020 年 1—9 月，铜精矿加工费（TC/RC）

分析师：黄 露
王 皓
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

由 2019 年的 80.8/8.08（美元/吨、美分/磅）下降至 62.0/6.20（美元/吨、美分/磅），铜贸易业务毛利率下降至 0.71%，公司营业利润率为 4.17%。

2. **公司债务负担较重，且短期债务占比高，债务结构有待优化。**截至 2020 年 9 月底，公司全部债务为 99.12 亿元，其中短期债务 88.67 亿元（占 89.46%）；公司全部债务资本化比率为 53.52%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	54.29	59.42	58.68	57.20
资产总额(亿元)	198.70	196.44	209.42	197.27
所有者权益(亿元)	78.38	83.73	83.21	86.09
短期债务(亿元)	84.32	80.24	84.38	88.67
长期债务(亿元)	14.00	13.83	27.00	10.45
全部债务(亿元)	98.32	94.07	111.38	99.12
营业收入(亿元)	338.10	323.17	307.82	215.47
利润总额(亿元)	5.94	6.20	5.15	3.39
EBITDA(亿元)	15.62	15.62	14.41	--
经营性净现金流(亿元)	18.84	15.43	10.74	14.27
营业利润率(%)	3.92	4.24	3.89	4.17
净资产收益率(%)	6.52	6.39	5.39	--
资产负债率(%)	60.55	57.38	60.27	56.36
全部债务资本化比率(%)	55.64	52.91	57.24	53.52
流动比率(%)	138.44	148.19	141.72	129.35
经营现金流动负债比(%)	19.56	17.36	10.82	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.74	0.70	0.65
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	2.55	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.29	6.02	7.73	--

注：1.公司 2020 年 1－9 月财务报表未经审计；2.公司其他流动负债调整入短期债务；3.将 2017 年底和 2018 年底公司应付债券中一年内到期的有息债务调整至短期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 阳谷祥光 CP002	A-1	AA	稳定	2020/11/12	黄 露 王 皓	有色金属企业信用评级方法 V3.0.201907 有色金属企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 阳谷祥光 CP001	A-1	AA	稳定	2020/06/24	黄 露 王 皓	有色金属企业信用评级方法 V3.0.201907 有色金属企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。如有利益冲突情形，请按照公司要求披露。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

阳谷祥光铜业有限公司 2021 年度跟踪评级报告

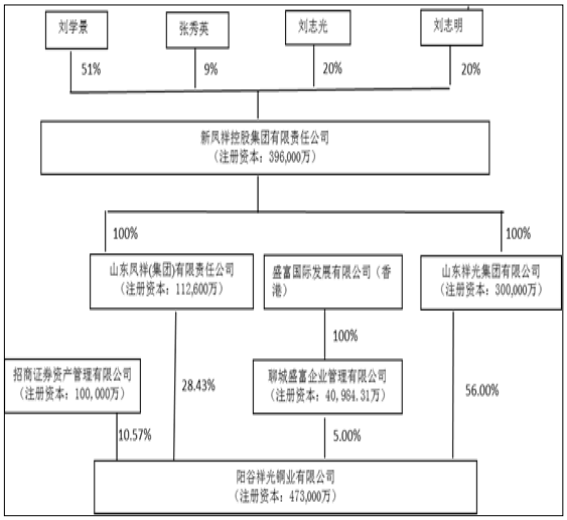
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司由阳谷宏祥投资有限公司和山东凤祥（集团）有限责任公司（以下简称“凤祥集团”）共同发起设立，于 2005 年 1 月 6 日在阳谷县工商行政管理局注册成立，初始注册资本 1600 万元。经过多次增资及扩股，截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 473000 万元，目前股东为：山东祥光集团有限公司占比 56.00%，凤祥集团占比 28.43%，聊城盛富企业管理有限公司占比 5.00%，招商证券资产管理有限公司占比 10.57%。其中，山东祥光集团有限公司、凤祥集团受同一自然人刘学景先生控制，刘学景先生实际持有公司 43.06%的股份，为公司实际控制人。

图 1　截至 2020 年 9 月底，公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化。

截至 2019 年底，公司资产总额 209.42 亿元，所有者权益 83.21 亿元；2019 年，公司实现营业收入 307.82 亿元，利润总额 5.15 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 197.27 元，所有者权益 86.09 亿元；2020 年 1－9 月，公司实现营业收入 215.47 亿元，利润总额 3.39 亿元。

公司注册地址：山东省阳谷县石佛镇祥光路 1 号；法定代表人：刘学景。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 12 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　截至 2020 年 12 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 阳谷祥光 CP001	5.00	5.00	2020/07/16	1 年
20 阳谷祥光 CP002	5.00	5.00	2020/12/10	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 2　2017－2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1－8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1－9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1－9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1－3 月下降 36.7%、1－6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较

多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活

适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1－9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，

支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

五、行业分析

1. 行业概况

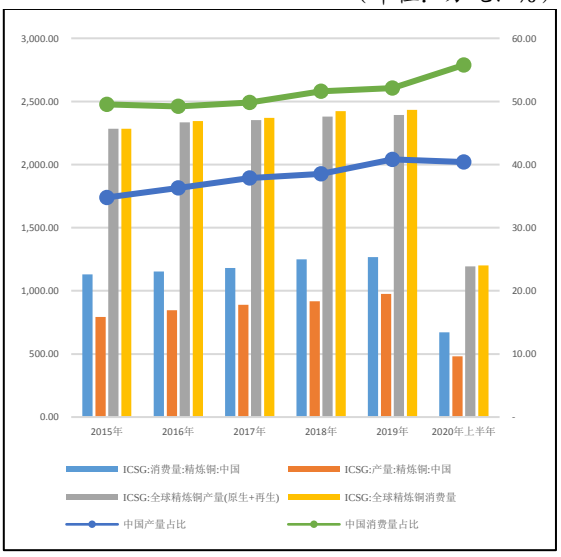
中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国，铜矿资源匮乏，资源自给率低。

铜工业包括采矿、选矿、粗铜冶炼、精铜冶炼、铜加工整个产业链。其中铜冶炼行业处于产业链中铜矿业与铜加工业的中间环节，指对铜精矿等矿山原料、废杂铜料进行熔炼、精炼、电解等提炼铜的生产活动。铜冶炼行业主要产品包括：粗铜、精炼铜、阴极铜（电解铜），以及在冶炼过程中生产的铜基合金等。

根据国际铜业研究小组统计数据计算，2019 年及 2020 年 1－6 月，中国精炼铜产量占全球精炼铜产量比例分别为 40.82%和 40.38%。2019 年及 2020 年 1－6 月，中国精炼铜消费量占全球精炼铜消费量比例分别为 52.12%和 55.78%。中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国。

图 2 全球及中国精炼铜产量及消费量情况

（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

根据工业与信息化部数据，2019 年，中国生产铜精矿金属含量 163 万吨，同比增长 4.1%；精炼铜产量为 978 万吨，同比增长 10.2%。据此估算，2019 年中国国内矿山铜精矿自给率约为 16.64%，资源自给率低。同期，铜冶炼总回收率 98.6%，同比提高 0.1 个百分点；铜冶炼综合能耗 226 千克标煤/吨，同比下降 2%。全年规模以上铜企业实现利润 412 亿元，同比增长 8.2%，增速较 2018 年提升 3.9 个百分点。其中，铜矿采选行业实现利润 56 亿元，同比下降 3.9%；铜冶炼、铜压延加工行业分别实现利润 144 亿元、212 亿元，同比分别增长 16.6%、6.5%。

2. 上游供给

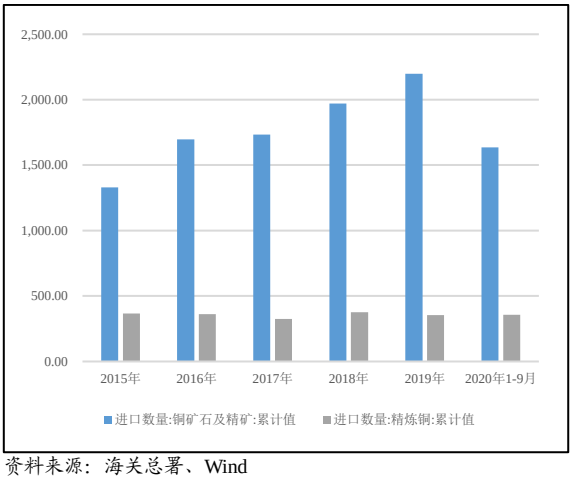
中国国内矿山过度开发，开采深度增加；同时进口铜矿石数量快速增长，对外依存度进一步提升。

铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局 2019 年公布的数据：全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨，主要集中在智利（2.00 亿吨）、秘鲁（0.87 亿吨）、墨西哥（0.53 亿吨）和美国（0.51 亿吨），中国铜储量 0.26 亿吨，仅占全球储量的 2.99%。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量，铜矿资源垄断程度高，下游话语权弱。

随着世界经济的不断发展，工业和生活中对铜的需求不断增加，凭借铜矿开采技术的不断提高，全球铜矿开采呈增长趋势。根据美国地质调查局美国地质调查局 2019 年公布的数据：2019 年，全球铜矿产量为 2000 万吨，中国铜矿产量为 160 万吨（工业与信息化部与美国地质调查局产量统计结果存在差异），占全球总产量的 8.00%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015 年，国内铜矿产原料对外依存度达 73%。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长。据海关总署统计，2015 年中国铜矿石进口 1329.38 万吨，2019 年已增至 2198.99 万吨。从铜矿石进口增速及中国精炼铜产量增速的对比数据看，中国铜矿石对外依存度进一步提升。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2019 年进口精炼铜 355.02 万吨。2020 年 1－9 月，中国铜矿石和精炼铜进口量分别为 1635.94 万吨和 355.96 万吨，同比分别增长 2.31%和 41.65%，其中精炼铜进口量大幅增长系国内市场和国际市场存在价格差异、废铜进口配额减少等因素导致。

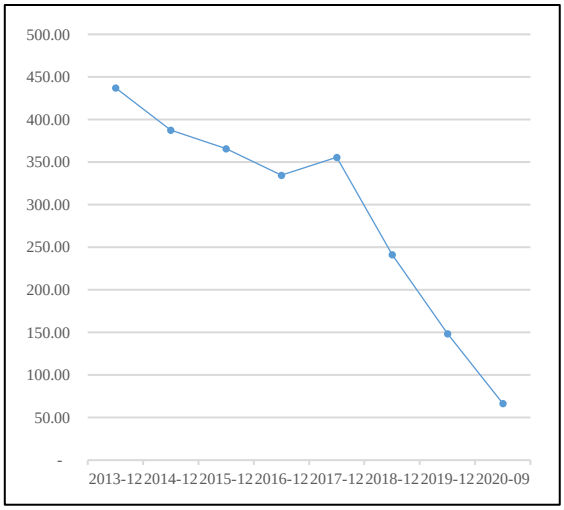
图 3　中国铜矿石及精炼铜进口数量（单位：万吨）



资料来源：海关总署、Wind

另外，再生铜作为铜重要的供应来源，其原料废铜在环保日益受到重视的环境下愈发重要。根据海关总署数据，2017－2019 年，中国废铜进口量持续下降，分别为 355.71 万吨、241.29 万吨和 148.65 万吨；2020 年 1－9 月进口废铜量 66.67 万吨，同比下降 46.07%，废铜进口量下降带来的缺口一定程度上刺激了铜精矿、精炼铜等价格上升。随着 2020 年 11 月 1 日《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》的施行，部分符合标准的废铜进口管制取消，但因再生黄铜原料、再生铜原料标准较高，铜原料的供应影响程度或较为有限。

图 4　中国废铜进口数量（单位：万吨）



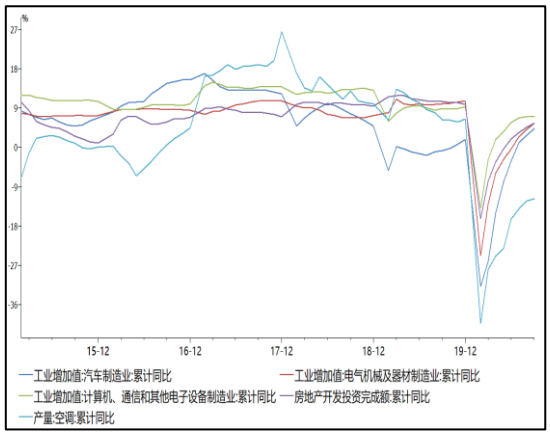
资料来源：海关总署、Wind

3. 下游需求

未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求保持增长，但增速整体有所下降。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业。其中，电气电缆约占 40%、机械设备约占 16%、建筑约占 14%（以房地产为主）、家电约占 9%（以空调为主）、交通约占 16%（以汽车为主）、电子及合金材料约占 5%。2014 年以来，中国电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳；空调产量和房地产开发工业增加值出现了较大波动；汽车制造业工业增加值同比增速自 2017 年开始持续下降，但整体维持了增长趋势。2020 年初，受 COVID-19 疫情影响，铜主要下游产业累计增速均出现较大幅度下滑，均于 2020 年 2 月出现极值。随着疫情管控措施的有序放开，下游经济景气度回升，截至 2020 年 9 月底除空调产量累计同比仍负增长，其他下游产业均已实现正增长，其中汽车制造业工业增加值累计同比已高于 2019 年。

图 5　近年来中国铜下游产业增速



资料来源：国家统计局、Wind

未来，随着风电和光伏等新能源电站的建设以及新能源汽车的推广普及，国内铜下游需求或将出现结构性增长；房地产开发投资完成额及空调产量增速将受“房住不炒”等相关政策影响维持在较低水平。

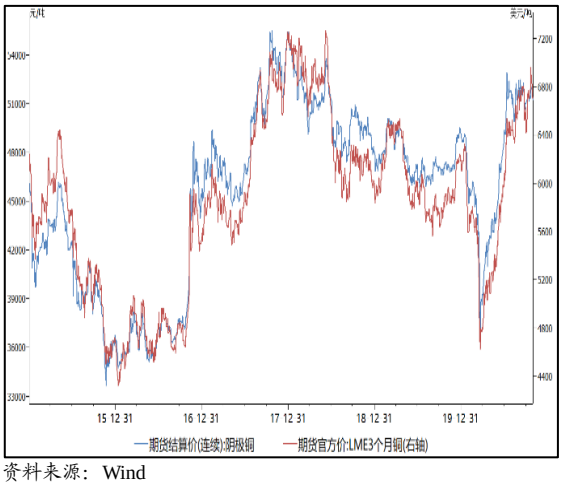
4．价格走势

（1）铜金属价格

2019 年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低。2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价将持续承压。

从铜价走势来看，以伦敦金属交易所 LME 铜官方价（以下简称“铜价”）为例，由于全球经济环境不佳，铜价经历了四年的下跌，于 2016 年初触底，最低价为 4320.50 美元/吨。2016 年 10 月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC 达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于 2018 年中最高触及 7268.00 美元/吨，较 2016 年最低点上涨 68.22%。随后铜价受中美贸易战影响再次出现大幅下跌，最低触及 5849.00 美元/吨。进入 2019 年，铜价于年初受智利、秘鲁、刚果金等主产国因事故、罢工等因素减产影响而有所反弹，最高触及 6533 美元/吨；随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低，最低触及 5562.00 美元/吨。随着 LME 铜官方价格运行区间下降，据工信部统计，2019 年全年铜现货均价 47739 元/吨，较上年下降 5.8%。进入 2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价大幅下降，最低触及 4626.50 美元/吨。之后随着中国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升，截至 2020 年 10 月底已回升至 6706.00 美元/吨。短期内，随着海外疫情的持续，部分国家重启严格的疫情管控措施，且主要经济体所处的北半球进入冬季，预计整体需求的下滑压力将使铜价持续承压。

图 6　近年来铜价走势情况



资料来源：Wind

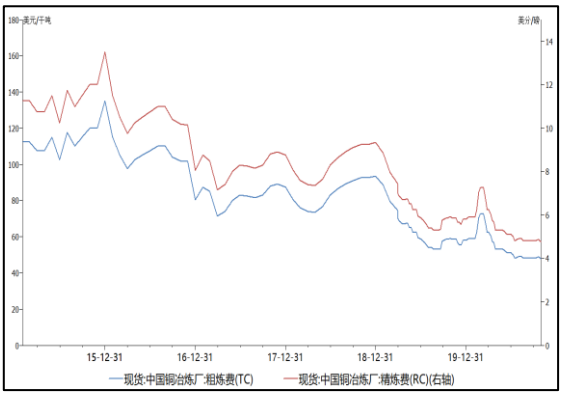
（2）铜精矿加工费（TC/RC）价格

中国铜企主要涉足冶炼环节赚取加工费，加工费持续下降压缩了铜冶炼企业的盈利空间。

国内铜精矿结算价格＝上海期货交易所电解铜-体现冶炼企业的加工成本±其他调整因素（主要指具体每批次铜精矿的金属含量等指标以及其他双方商定的调整因素）。

国际铜精矿价格基于 LME 期铜结算价与 TC/RC 费用决定，铜精矿加工费（TC/RC）是决定铜冶炼企业利润的重要因素。铜加工费分为粗炼费 TC（指由 1 吨铜精矿提炼阳极铜的费用）和精炼费 RC（指由 1 磅阳极铜提炼阴极铜的费用），且 TC 与 RC 相关性极高。大体上，TC/RC 的变化反映着铜精矿供需的松紧状况，在铜精矿供不应求的情况下，TC/RC 会接近铜冶炼行业平均成本线，压薄铜冶炼企业利润。

图 7　近年来粗炼费和精炼费变动情况



资料来源：Wind

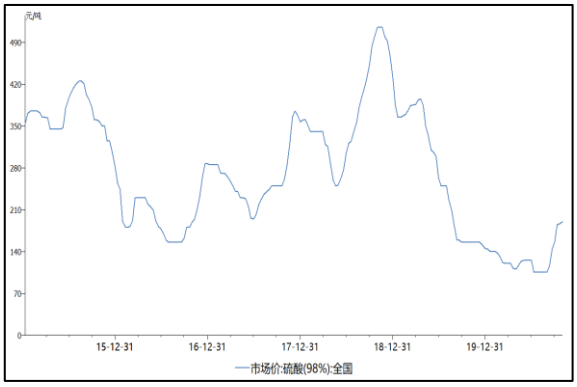
近年来，TC/RC 整体呈下降趋势，进一步压缩了铜冶炼企业的盈利空间。受铜冶炼产能陆续投产形成一定过剩影响，2016 年 TC/RC 出现大幅下降。2017－2018 年，TC/RC 现货价呈小幅波动趋势，TC 整体运行区间维持在 70~90 美元/千吨，RC 整体运行区间维持在 7.0~9.0 美分/磅。2019 年，受智利、秘鲁、刚果金等主产国事故、罢工等因素影响，铜原料供应紧张，TC/RC 现货价再次大幅下降，最低分别触及 53 美元/千吨和 5.3 美分/磅。2020 年 2 月，中国国内新冠疫情短期内压制了铜矿需求，TC/RC 现货价大幅反弹，但在全球各国经济放缓的大背景下，预计 TC/RC 难有起色，甚至可能进一步下降。TC/RC 长期协议方面，2016 年 11 月，江西铜业集团有限公司（以下简称“江西铜业”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 2017 年 TC/RC 分别为 92.50 美元/千吨和 9.25 美分/磅。2017 年底，铜陵有色金属集团控股有限公司（以下简称“铜陵有色”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 TC/RC 分别为 82.25 美元/千吨和 8.225 美分/磅，同比均下滑 11.08%。2018 年，江西铜业与智利矿业公司安托法加斯塔达成协议，同意将 2019 年 TC/RC 分别下调至 80.80 美元/千吨和 8.08 美分/磅。2019 年底，江西铜业、铜陵有色、中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 2020 年 TC/RC 分别为 62 美元/千吨和 6.2 美分/磅，较 2019 年下降 23.27%，为铜加工精炼费长期协议价的连续第五年下跌，同时也为 2011 年以来的最低水平。

（3）硫酸价格

中国硫酸产能持续过剩导致硫酸价格大幅下降，铜冶炼厂利润及开工率承压。

硫酸为铜冶炼环节的副产品。据国家统计局数据，截至 2019 年底和 2020 年 10 月底，全国 98%硫酸均价分别为 145 元/吨和 190 元/吨，仍处于低位，疫情期间因国内物流受阻，部分冶炼企业出现胀库情况，采取贴钱出货方式以维持正常冶炼生产。

图 8　近年来中国硫酸价格走势情况



资料来源：国家统计局、Wind

5. 行业政策

近年来，政府在废铜进口方面进行较为严格的控制，并通过行业规范促进行业技术进步，推动行业高质量发展。

废铜进口政策方面，2017 年 7 月，中国环保部向 WTO 递交通知，宣布从 2017 年 9 月起，中国将禁止进口 4 大类 24 种洋垃圾。其中七类废杂铜属于限制进口许可废料，进口此类废料需获得相关批文。2018 年 4 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告，自 2018 年底开始，以回收铜为主的废电机等（包括电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。此次《进口废物管理目录》意味着禁止进口七类废铜政策正式落地。2018 年 12 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《非限制进口

类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行以下调整：将于 2019 年 7 月 1 日起限制进口“六类”废铜。受废铜进口政策影响，废铜进口量整体呈逐年下降趋势。尽管自 2020 年 11 月 1 日将放开再生黄铜原料和再生铜原料的进口审批，但因标准设定较为严格，预计废铜供应仍较为紧张。

行业规范方面，2019 年 9 月 4 日，工业与信息化部发布了《铜冶炼行业规范条件》，进一步加快铜产业转型升级，促进铜冶炼行业技术进步，提升资源综合利用率和节能环保水平，促进铜冶炼行业持续健康发展。

表 3　近年来出台的铜行业相关产业政策

出台时间	内容	政策影响
2017 年 7 月	环保部向 WTO 递交通知，宣布自 2017 年 9 月起将七类废杂铜列为限制进口许可废料，进口此类废料需获得相关批文	污染治理
2018 年 4 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告	污染治理
2018 年 12 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行调整	污染治理
2019 年 9 月	工信部发布了《铜行业规范条件》	标准制定
2020 年 1 月	生态环境部在例行新闻发布会中表示，2020 年是禁止洋垃圾入境推动固体废物进口管理制度改革的收官之年，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口。	污染治理
2020 年 10 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署发布《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》，符合标准的再生黄铜原料、再生铜原料不属于固体废物，可自由进口	污染治理

资料来源：公开信息，联合资信整理

6．行业展望

中国宏观经济长期平稳发展，世界其他主要国家也将随着度过疫情冲击而将重心调整至经济发展，将为铜产品需求形成较强支撑，行业将稳定发展；TC/RC 的不断下降，冶炼环节集中度将进一步提高。

国内需求方面，预计中国仍将作为全球最大的精炼铜生产国及消费国，且仍将受自给率低的影响而继续大量进口铜精矿和精铜。具备较强资本实力的企业或通过收并购不断增加国外矿产资源的掌控力度。由于铜产品下游行业普遍为与宏观经济关联度较高的行业，中国 GDP 单季度和累计同比均已触底反弹，对铜产品需求形成较强支撑。国际需求方面，随着 COVID-19 疫苗研发的不断推进，研制出疫苗应为大概率事件，各国遏制住疫情蔓延后必将重心调整至经济发展，风电、光伏等新能源建设的推进和电气化程度的提升均为铜产品需求形成较强支撑。

产业集中度方面，受 TC/RC 的不断下降，冶炼环节的盈利压力持续加大，部分资源自给率较低、技术水平不足、成本控制能力较差的企业将退出市场，冶炼环节集中度将进一步提高。

六、基础素质分析

1．产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，刘学景先生为公司实际控制人。

2．企业规模及竞争力

公司生产规模位居行业前列，具有一定规模优势。

公司是阴极铜及副产品（金、银、硫酸）生产和销售的专业化公司。截至 2020 年 9 月底，公司阴极铜、金、银、硫酸的年产能分别为 40 万吨、20 吨、600 吨、170 万吨。

公司是国内首家采用“闪速熔炼”和“闪速吹炼”工艺的冶炼厂，单系统产能最高可达到 45 万吨/年，是目前世界上单系统产能最大冶炼厂。公司是中国铜冶炼行业技术领先企业、国家级高新技术企业，是中国有色重金属短流程节能冶金产业技术创新战略联盟副理事长单位、中国有色金属学委会委员单位、中国重有色学委会委员单位、中国硫酸工业学会委员单位、中国设备管理协会委员单位。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91371521769728295B），截至 2020 年 10 月 30 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

截至 2020 年 9 月底，公司董事会成员 5 人，董事长为刘学景先生；公司高级管理人员 4 人，包括总经理刘志光先生，副总经理陈志照先生、周松林先生、刘晖先生。跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

截至 2020 年 9 月，公司拥有在职员工 1883 人。

表4　截至2020年9月底，公司人员构成情况

（单位：人、%）

项目		人数	占比
岗位构成	管理人员	150	7.97
	技术人员	379	20.13
	生产人员	1222	64.90
	销售人员	50	2.66
	后勤及其他人员	82	4.35
小计		1883	100.00
学历构成	本科及以上	294	15.61
	大专学历	500	26.55
	中专及以下	1089	57.83
小计		1883	100.00

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年以来，受阴极铜产量下降以及铜贸易规模缩减影响，公司营业收入同比有所下降；受出售不计价金属鈀获利影响，综合毛利率同比小幅增长，公司整体毛利率水平较低。

公司主要从事铜冶炼、精炼、制酸、贵金属回收业务，2019 年实现营业收入 307.82 亿元，同比下降 4.75%；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 215.47 亿元，较 2019 年同期下降 5.72%，主要系铜精矿加工费下降以及铜贸易规模缩减所致。

从收入构成看，公司主营业务（包括阴极铜、铜贸易、金、银、硫酸等主要产品）收入占公司营业收入比重保持 98%以上，主营业务突出。2019 年，阴极铜板块收入在营业收入中的占比为 54.37%，是公司主要的收入来源。同期，受公司阴极铜生产设备检修，阴极铜产量下降影响，该板块收入同比下降 19.55%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，铜精矿运输时间拉长，库存下降，公司减少投料量，导致阴极铜产量下降，该板块收入较 2019 年同期下降 5.31%至 113.52 亿元。铜贸易为公司第二大收入来源，2020 年 1—9 月，铜贸易收入规模同比有所下降，主要系贸易铜套利空间减小，公司为减少资金占用，缩小铜贸易规模所致。

公司其他收入主要来源于生产过程中产生粗硒、硫酸铜、尾矿渣、液氧等副产品，该部分产量主要取决于铜精矿中各金属的含量，占比较小，收入规模不稳定。

毛利率方面，公司利润来源主要由铜精矿加工费（TC/RC）、销售副产品硫酸和贵金属（金、银等）所带来的利润、销售超过计费比之外提炼的阴极铜所带来的利润三部分组成，公司整体毛利率水平较低。2019 年，铜精矿加工费持续下降导致公司阴极铜板块毛利率下降；2020 年以来，受国外新冠肺炎疫情扩散及国内经济逐步复苏影响，国内铜需求量增加，1—7 月份上海有色金属市场铜销售价格约比伦敦 LME 价格高 800 元/吨左右，公司调整销售政策，铜由出口转为内销；叠加公司加大高加工费的铜精矿采购，阴极铜板块毛利率有所增长。2019 年以来，铜贸易业务毛利率持续下降，主要系近年来国家严厉控制铜融资，贸易铜的利润回归正常所致；2019 年，受环保检查力度增强，下游客户开工率下降影响，硫酸毛利率下降至 25.88%。2020 年一季度，受春节叠加新冠肺炎疫情影响，下游客户开工率下降，硫酸成本价格倒挂；二季度以来，受新冠肺炎

疫情逐步得到控制，下游企业开工率回升，硫酸毛利率有所增长。2020 年 1－9 月，公司其他板块收入和毛利率同比分别增长 28.05%和 40.44 个百分点，主要系当期由铜精矿中提取不计价金属鈀，获得额外收益所致。综上因素影响，2020 年 1－9 月，公司综合毛利率为 4.30%，同比增长 0.25 个百分点。

表5　2017－2019年及2020年1－9月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1－9 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
阴极铜	175.12	51.80	4.46	208.03	64.37	4.01	167.37	54.37	3.78	113.52	52.68	4.16
铜贸易	89.52	26.48	1.38	46.18	14.29	0.97	81.54	26.49	0.79	52.82	24.51	0.71
金	51.32	15.18	4.25	52.18	16.15	4.49	49.06	15.94	6.97	36.93	17.14	6.17
银	16.72	4.95	3.92	10.63	3.29	3.94	6.25	2.03	7.89	9.42	4.37	5.74
硫酸	2.84	0.84	54.85	3.56	1.10	61.40	1.46	0.47	25.88	0.69	0.32	12.63
其他	2.58	0.76	11.38	2.59	0.80	14.18	2.15	0.70	46.27	2.10	0.97	60.25
合计	**338.10**	**100.00**	**4.06**	**323.17**	**100.00**	**4.36**	**307.82**	**100.00**	**3.98**	**215.47**	**100.00**	**4.30**

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司铜精矿的采购主要依靠进口，对上游议价能力有限；盈利模式保持稳定，同时较强的技术实力使公司在通用原材料计价公式框架下取得超额收益，行业加工费下降造成该板块盈利空间逐渐收窄。

公司营业成本主要为原材料铜精矿。公司无自有矿山，铜精矿全部依赖进口，议价能力有限。

2019 年和 2020 年 1－9 月，公司阴极铜产量分别为 40.43 万吨和 28.45 万吨，铜精矿采购量分别为 149.66 万吨和 113.06 万吨。

公司与股东新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“新凤祥集团”）下属其他公司进行业务往来较多，关联交易规模较大。2019 年公司金额较大的关联交易主要为：（1）向关联方上海祥光金属贸易有限公司（以下简称“上海祥光”）采购阴极铜，金额 397115.33 万元，占同类交易的 44.06%；（2）向关联方香港鸿润国际控股有限公司（以下简称“香港鸿润国际”）出售阴极铜，金额 585486.76 万元，占同类交易的 34.98%。2020 年 1－9 月，公司金额较大的关联交易主要为：（1）向关联方香港鸿润国际销售阴极铜，金额 289761.66 万元，占同类交易的 25.88%；（2）向关联方 BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTS 销售白银，金额 22408.68 万元，占同类交易的 23.79%。公司关联交易均按照市场要求定价，但其在购销中所占比例较大，存在一定风险。

铜冶炼企业原材料铜精矿每吨的计价方式为每吨阴极铜的单价*铜精矿品位（即每吨铜精矿含铜量）*铜精矿的回收率。铜精矿的品位是根据铜精矿到港后化验数据确定。铜精矿的回收率是根据铜冶炼行业的技术水平来确定，行业平均水平为 97.30%，付费标准为 96.50%，铜冶炼企业超出付费标准的回收率而多提取的阴极铜不计价。公司由于冶炼技术优势，铜精矿的回收率一般为 98.72%，超出计价回收率 2.22 个百分点。2019 年和 2020 年 1－9 月，公司铜精矿回收率分别为 98.85%和 98.87%。超额回收成为公司重要利润来源。

公司原材料的储备原则是满足生产所需安全库存量（一般至少要满足 15 天的投入量）。目前在实际业务中，公司每天的采购数量都通过套期保值来规避风险。2019 年，公司铜精矿采购均价变化不大；铜精矿加工费呈下降趋势，

造成阴极铜板块毛利率下降。

表 6　公司铜精矿采购情况

铜精矿	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
采购量(万吨)	178.48	181.40	149.66	113.06
采购价格(元/吨)	10228	11133	10211	10468
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	92.5/9.25	82.5/8.25	80.8/8.08	62.0/6.20

注：铜精矿加工费（TC/RC）为行业指导加工费
资料来源：公司提供

3.　生产经营

公司经营规模较大，2020 年 1－9 月，受新冠肺炎疫情影响，部分产品小幅减产，产量较 2019 年同期小幅下降。

跟踪期内，公司生产模式无重大变化。

截至 2020 年 9 月底，公司阴极铜、金、银和硫酸的产能分别为 40 万吨/年、20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。

2019 年，公司阴极铜产量和产能利用率分别为 40.43 万吨和 101.08%，均较 2018 年有所下降，主要系当年 4 月起，公司对生产设备进行约 50 天的例行检修，期间所有系列产品均停止生产所致。2020 年 1—9 月，公司阴极铜产量为 28.45 万吨，年化产能利用率为 94.83%，均较 2019 年同期有所下降，主要系部分原材料运输受疫情影响有所滞后，公司小幅减产所致。

公司金、银和硫酸产量有所波动，主要系采购铜精矿成分变动所致。其中，受国内银价较低影响，公司在铜精矿进口时选择银含量较低的铜精矿，银产量逐年下降。2019 年，公司硫酸、金、银产量分别为 136.95 万吨、15718.69 千克和 179354.15 千克，分别较 2018 年下降 11.05%、19.33%和 24.48%。

2020 年 1—9 月，公司阴极铜、金产量和年化产能利用率均较 2019 年同期小幅下降，主要系新冠肺炎疫情影响公司原材料供应，导致公司小幅减产所致。

表 7　公司产品产量情况

年度	产品	阴极铜（万吨）	硫酸（万吨）	金（千克）	银（千克）
2017 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	43.18	153.29	19160.00	498718.00
	产能利用率	107.95%	90.17%	95.80%	83.12%
2018 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	47.30	153.97	19484.00	237493.00
	产能利用率	118.25%	90.57%	97.42%	39.58%
2019 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	40.43	136.95	15718.69	179354.15
	产能利用率	101.08%	80.56%	78.59%	29.89%
2020 年 1—9 月	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	28.45	104.69	9466.00	221368.00
	产能利用率	94.83%	82.11%	63.11%	49.19%

注：1.产能均为设计产能；2.2020 年 1－9 月产能利用率已按年化处理
资料来源：公司提供

4.　产品销售

公司阴极铜产品产销率保持较高水平，阴极铜产品销售对象集中度较高，存在大客户依赖风险，同时关联客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险。公司金、银、硫酸产品销售模式较为单一，产销率较高。

“祥光”牌高纯阴极铜在伦敦金属期货交易所和上海期货交易所获准注册，同时被中国有色金属工业协会认证为“有色金属产品实物质量金杯奖”。

表 8　公司阴极铜产品销售情况

（单位：元/吨、万吨、%）

年度	平均价格	产量	销量	产销率
2017 年	48062	43.18	42.63	98.73
2018 年	43475	47.30	47.85	101.16
2019 年	41259	40.43	40.57	100.35
2020 年 1－9 月	39407	28.45	27.99	98.38

注：表中平均价格为含税价
资料来源：公司提供

国内销售方面，公司的阴极铜销售分为长期合同销售和现货销售两种，以长期合同销售为主，约占总量的 85%。目前，公司主要产品阴极铜覆盖华北市场（包括河南、河北、山东、天津）、华东市场（包括上海、浙江、江苏、安徽、湖北）、华南市场（主要为广东、广西）和东北市场（主要为辽宁）。2014 年至今，公司有长单客户近 30 家，大中型现货客户 100 家，小型现货客户 10 余家。

近年来，公司利用出口资质优势，选择有利海外市场销售产品。公司是国家发展改革委发布《铜冶炼行业准入条件》的 7 家大型铜冶炼企业之一。2019 年，公司阴极铜出口量为 16.35 万吨，国内外销售比例分别为 59.80%和 40.20%；2020 年 1－9 月，出口量为 3.56 万吨，国内外销售比例分别为 81.97%和 18.03%。

表9　公司主要阴极铜销售对象情况

（单位：亿元、%）

年份	名称	金额	占比	与公司关系
2019年	香港鸿润国际	58.55	34.98	关联方
	山东祥瑞铜材有限公司	27.54	16.45	关联方
	珠海格力物资供应有限公司	18.05	10.78	非关联方
	中色奥博特铜铝业有限公司	15.15	9.05	非关联方
	BRIGHTVISIONTRADINGINVESTMENTS	8.29	4.95	关联方
	合计	**127.57**	**76.22**	--
2020年1－9月	香港鸿润国际控股有限公司	29.38	25.88	关联方
	珠海格力物资供应有限公司	20.48	18.04	非关联方
	山东祥瑞铜材有限公司	17.36	15.30	关联方
	中色奥博特铜铝业有限公司	6.00	5.28	非关联方
	临沂金升铜业有限公司	4.44	3.91	非关联方
	合计	**77.66**	**68.41**	--

资料来源：公司提供

2019 和 2020 年 1－9 月，公司阴极铜产品前五大客户销售额占总销售的比重分别为 76.22%和 68.41%，下游客户集中度较高，存在大客户依赖风险。其中，公司对关联方客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险。

其他产品方面，公司黄金交易主要依靠上海黄金交易所进行交易，公司自 2014 年 9 月 1 日起成为上海黄金交易所交易专户，可以参与上海黄金交易所各交易品种的自营交易，公司通过远程的电子盘交易，在上海黄金交易所平台上进行点价销售，交易的主要品种为 Au9995 二号金。公司生产的白银为国标 1#白银，纯度达到 99.99%以上，主要销售给国内的白银贸易商及部分终端用户，采用“款到发货，客户自提”的销售方式，产品的定价根据上海华通铂银网的每日报价、国际即时银价和国内白银现货市场情况“随行就市”报价。硫酸产品由于运输半径较短，公司的硫酸销售主要采取“厂家直销为主，经销商销售为辅”的模式，目前主要销售山东、河北、河南等 6 省市 20 多个地区的近 50 家客户，产品采取每周定价一次，非正常情况及时调整的定价模式，并对外省市或运距较远的区域，采取阶梯降价的销售策略，以扩大销售范围，增加销售量。

5.　铜贸易业务

公司铜贸易板块作为阴极铜业务的补充，为阴极铜销售带来更高灵活性。公司建立了完善、规范的贸易业务流程，运行风险较为可控。

公司铜贸易产品即阴极铜的直接买卖，其销售方式与公司自产阴极铜相同，结算方式为现汇。

公司根据与客户签订的长期销售合同或现货销售需求，根据公司自产阴极铜的库存情况，来进行阴极铜采购。在合适的市场机会下，公司和卖方签订购货合同，向卖方支付款项后，公司

和卖方通过仓储公司进行阴极铜的物权转移，仓储公司将公司所购买阴极铜的提单由卖方转到公司名下，公司随时统计在各个仓储公司的阴极铜库存。公司在现货市场采购阴极铜的同时，在期货市场进行相反操作，进行套期保值，减少铜价格波动带来风险。之后，公司根据与客户的销售合同，在买方将相应的货款支付给公司后，公司和买方通过仓储公司进行阴极铜的物权转移，仓储公司将公司所出售阴极铜的提单由公司转到买方名下，买方即可去仓储公司提货。公司在现货市场销售阴极铜的同时，将期货市场的合约进行平仓，实现套期保值。在操作中，公司有两个利润来源：一是销售价格中的固定升水，即铜价格高出上海期货交易所或者长江有色金属网铜月度均价的固定值；二是阴极铜的基差，也就是现货和期货之间的价差，即在套期保值时，公司交易员根据内外盘之间或者内盘之间的期现货差价，计算合适的利润空间而作出的交易。公司的铜贸易业务全部为款到发货，无账期。

公司建立了完整的贸易采购客户管理体系和制度：依据客户三证资料（营业执照、税务登记证、组织机构代码证）判定客户资质，根据客户的背景资料、业界口碑、相关业务人员的品性等对客户进行评级，评级分为采购授权一定金额先款后货、采购授权先货后款、禁止采购可先款后货销售、禁止采购且禁止销售，并对供应商的日常贸易合同执行进行跟踪，如出现合同违约，按情形的轻重进行评级调整。公司所采购的贸易阴极铜库存主要委托第三方仓储机构管理，第三方仓储机构的选择为央企、国企或国企控股公司，如中储发展股份有限公司、上海国储物流股份有限公司等，每日与第三方存储机构及仓库进行库存及明细的核对，库存管理实现业务财务零差异。

铜贸易销售方面，公司开展铜贸易业务的主要目的是配合公司自产阴极铜的销售，即在销售合同约定的发货时点出现公司自产阴极铜库存不足时，通过以贸易方式采购阴极铜补充库存，从而满足订单供货需求，保证及时按合同供货。因此在销售方面，公司通过贸易方式采购的阴极铜与自产阴极铜的销售客户一致，定价方式、销售方式相同。

6. 在建工程

公司无重大在建工程项目，现有在建工程主要为节能环保改造和产品升级，资本支出压力较轻。

公司在建项目主要包括发烟硫酸项目和废水处理及资源综合利用项目，截至 2020 年 9 月底，公司主要在建项目已投资 9093.89 万元，年内仍有 1843.24 万元待投资。公司主要在建项目待投资规模较小，未来资本支出压力较轻。

表10 公司主要在建项目情况（单位：年、%、万元）

项目名称	计划建设周期	已完成建设进度	总计划投资额	截至 2020 年 9 月底已投资	2020 年 10－12 月计划投资
发烟硫酸项目	1	53.72	2425.12	1302.82	1122.30
废水处理及资源综合利用项目	1	91.53	8512.01	7791.07	720.94
合计	--	--	**10937.13**	**9093.89**	**1843.24**

资料来源：公司提供

7. 经营效率

公司经营效率指标表现一般，整体经营效率有待提高。

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降，分别为 28.23 次、4.82 次和 1.52 次。公司经营效率指标趋弱。

与同行业企业对比，公司经营效率指标表现一般，整体经营效率有待提高。

表 11 2019 年有色行业公司主要经营指标对比

（单位：次）

项目	公司	北方铜业股份有限公司	云南铜业股份有限公司
销售债权周转次数	28.23	1541.59	279.02
存货周转次数	4.82	4.54	5.41
总资产周转次数	1.52	1.29	1.59

资料来源：Wind，联合资信整理

8. 未来发展

公司结合企业自身情况制定了未来发展的战略规划，发展规划明确。

公司致力于技术研发、高附加值产品升级及上游矿山投资。

技术研发方面，公司通过技术研发，已具备从碲化铜中提取精碲（99.99%）的能力，年产200~300吨，可增加效益1000万元左右；稀贵金属加工厂通过技术改造与提升，可以每年增加1000吨以上的外购阳极泥处理能力，年增加效益5000~6000万元。

特高纯阴极铜研发方面，公司经过近两年的原创性技术研发，已掌握了99.9999%特高纯阴极铜（6N铜）的生产技术工艺，专利正在申请中。该产品主要用于高精电子产品中银的替代，每吨可增加10万元效益，已具备1千吨的生产能力，计划最终达到年产1万吨6N铜产能，预计每年可增加效益10亿元。目前，公司正在积极开拓国内外市场。

精制酸及发烟酸的研发方面，公司2019年新上15万吨精制酸项目已经投产，吨酸销售利润比普通酸增加150元左右，全年可增加销售利润2250万元左右；高浓度105%硫酸（发烟酸）30万吨项目已经启动，年内已建成投产，吨酸效益比普通98%酸增加120元左右，2020年预计实现效益2000万元。

矿山投资方面，公司长期战略参股优质的矿山项目，以取得投资矿商的供应合同和投资收益，目前在积极寻找优质项目。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年1－9月财务数据未经审计。

截至2019年底，公司资产总额209.42亿元，所有者权益83.21亿元；2019年，公司实现营业收入307.82亿元，利润总额5.15亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额197.27亿元，所有者权益86.09亿元；2020年1－9月，公司实现营业收入215.47亿元，利润总额3.39亿元。

2. 资产质量

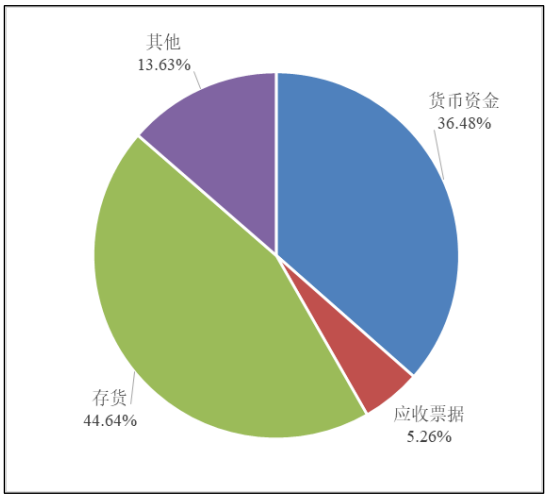
2019年以来，公司资产规模小幅波动，结构以流动资产为主，其中货币资金和存货占比高，但由于保证金比例高，公司资产流动性一般。公司非流动资产以固定资产为主，符合行业特性。公司资产整体质量较好。

截至2019年底，公司资产总额为209.42亿元，较2018年底增长6.61%。其中，流动资产占67.14%，非流动资产占32.86%，流动资产占比较大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 140.60 亿元，较 2018 年底增长 6.75%，主要由货币资金（占 36.48%）、应收票据（占 5.26%）和存货（占 44.64%）构成。

图 9 截至 2019 年底公司流动资产构成



注：由于四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金 51.29 亿元，较 2018 年底下降 6.19%。公司货币资金主要由银行存款 16.75 亿元（占 32.65%）和其他货币资金 34.54 亿元（占 67.35%）构成。其中，其他货币资金为信用证、保函、贸易融资等业务保证金，其他货币资金受限比例 100%。公司货币资金受限比例高。

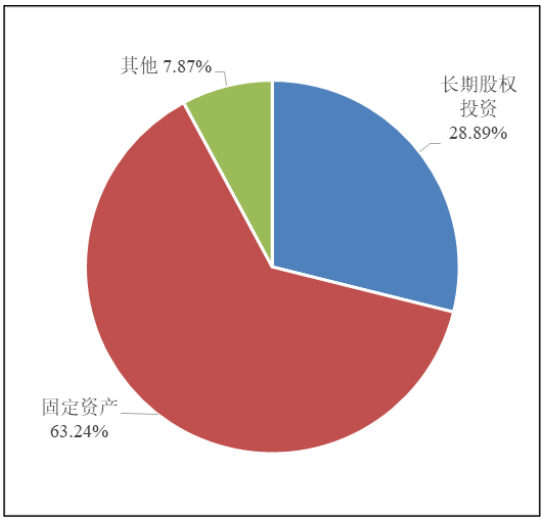
截至2019年底，公司应收票据为7.39亿元，全部为银行承兑汇票，较2018年底增长55.72%，主要系当期铜贸易业务规模扩张，票据结算增长所致。

截至2019年底，公司存货为62.77亿元，主要由原材料17.80亿元（占28.36%）、库存商品2.75亿元（占4.38%）、半成品12.04亿元（占19.18%）和在制品29.80亿元（占47.48%）构成。公司采用套期保值和锁定QP月等来规避价格波动风险，以此来保证库存的价值安全，未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产为68.81亿元，较2018年底增长6.31%，主要系长期股权投资增长所致；主要由长期股权投资（占28.89%）和固定资产（63.24%）构成。

图10　截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司长期股权投资19.88亿元，较2018年底增长26.61%，主要系追加对新凤祥财务有限公司投资4.75亿元所致。

截至2019年底，公司固定资产原值74.60亿元，累计折旧合计31.08亿元，净值为43.52亿元，较2018年底变化不大，主要由房屋建筑物和机械设备构成。公司固定资产无因市价持续下跌，或技术陈旧、损坏、长期闲置等原因导致资产可收回金额低于其账面价值的情况，故公司未计提固定资产减值准备。截至2019年底，公司固定资产成新率为58.34%，成新率较低。

截至2019年底，公司受限资产合计68.93亿元，占资产总额的32.91%，受限程度较高。

表12　截至2019年底，公司资产受限情况

（单位：万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	345431.77	信用证、保函、贸易融资等业务保证金
存货	53941.00	为关联方提供借款担保
固定资产	289908.00	为公司提供借款担保
合计	**689280.77**	--

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司资产总额197.27亿元，较2019年底下降5.80%，主要系存货规模有所下降所致。受此影响，公司流动资产占比小幅下降至66.04%。截至2020年9月底，公司受限货币资金31.92亿元，占流动资产的24.50%。截至2020年9月底，公司非流动资产为66.99亿元，较2019年底变化不大。

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模较为稳定，未分配利润占比较高，权益稳定性尚可。

截至2019年底，公司所有者权益为83.21亿元，较2018年底变化不大；公司所有者权益由实收资本（占56.84%）、资本公积（占2.63%）、盈余公积（占5.20%）和未分配利润（占35.33%）构成。

截至2020年9月底，公司所有者权益为86.09亿元，较2019年底增长3.46%，主要由于未分配利润的小幅增长；所有者权益结构较2019年底变化不大。

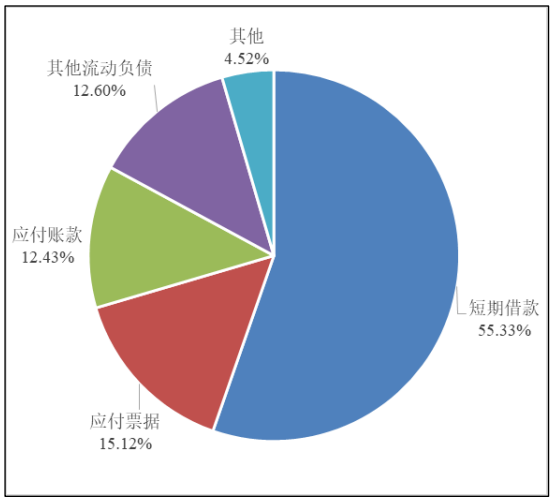
（2）负债

截至2020年9月底，公司有息债务规模较2019年底有所下降，但规模仍较大，且短期债务占比高，债务结构有待改善。

截至2019年底，公司负债总额126.21亿元，较2018年底增长11.97%，其中流动负债占78.61%，非流动负债占21.39%，负债结构以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债99.21亿元，较2018年底增长11.62%，主要由短期借款（占55.33%）、应付票据（占15.12%）、应付账款（占12.43%）和其他流动负债（占12.60%）构成。

图 11　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司短期借款为54.90亿元，较2018年底增长2.66%。其中，质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为21.65%、31.42%、36.65%和10.28%，质押借款和抵质押借款均以公司及其股东资产作为质押物和抵押物。

截至2019年底，公司应付票据为15.00亿元，较2018年底增长61.90%，主要是采购阴极铜、阳极板开出的银行承兑汇票增加所致。

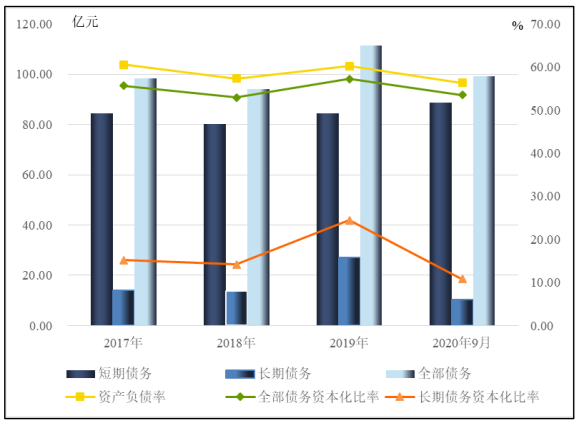
截至2019年底，公司应付账款为12.33亿元，较2018年底下降14.95%；其中1年以内的的应收账款（占比99.47%），综合账龄较短。截至2019年底，公司应付账款前五名客户应付账款占比合计92.36%，分别为香港祥光（关联方，占90.33%）、Cliveden Trading AG（非关联方，占0.66%）、北京永新环保有限公司（非关联方，占0.51%）、江苏天目建设集团有限公司（非关联方，占0.44%）和阳谷县中兴运输有限公司（非关联方，占0.42%）。

截至2019年底，公司其他流动负债12.50亿元，全部为超短期债券。2019年，公司发行债券15.00亿元，于当年偿付10.00亿元，当期应计利息8363.71万元。

截至2019年底，公司非流动负债27.00亿元，较2018年底增长13.28%，全部为长期借款。截至2019年底，公司长期借款较2018年底大幅增长95.17%，主要系当期偿还10亿元债券以及铜贸易规模扩张，资金需求增长，中国进出口银行山东省分行及法国外贸银行分别对公司发放贷款6.00亿元和7.07亿元所致。

有息债务方面，公司债务以短期债务为主，截至2019年底，公司全部债务为111.38亿元，较2018年底增长18.40%，其中短期债务占75.76%，债务结构有待改善。债务指标方面，截至2019年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为24.50%、57.24%和60.27%，均较2018年底有所增长。整体看，2019年公司债务负担有所增长，债务结构有待改善。

图 12　公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年9月底，公司负债合计111.17亿元，较2019年底下降11.91%。其中，流动负债100.72亿元，较2019年底变化不大。截至2020年9月底，应付账款和应付票据分别为9.28亿元和9.50亿元，较2019年底分别下降24.78%和36.67%，主要系铜贸易业务规模缩减所致；一年内到期的非流动负债为18.61亿元，较2019年底大幅增长8.36倍，主要系部分长期借款期限不足一年转入所致。同期，公司非流动负债为10.45亿元，较2019年底下降61.28%，全部为长期借款。截至2019年9月底，公司全部债务为99.12亿元，较2019年底下降11.01%，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率比

率分别为10.83%、53.52%和56.36%，债务负担较2019年底有所下降。

4. 盈利能力

2019年以来，公司收入规模同比有所下降，期间费率保持较低水平，费用控制能力较强，整体盈利水平一般。

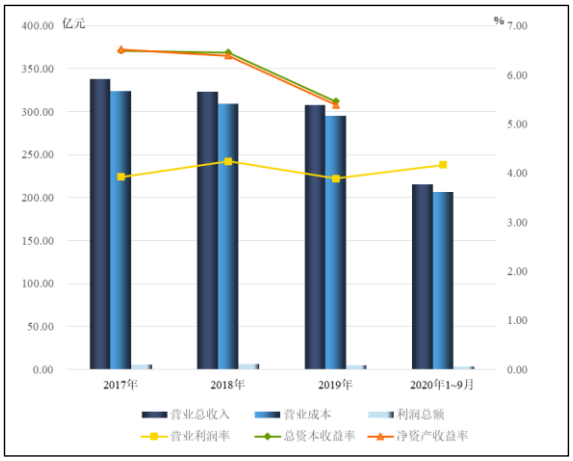
2019年，公司实现营业收入307.82亿元，同比下降4.75%，主要系阴极铜板块收入下滑所致。同期，受铜精矿采购量和采购均价下降，公司营业成本为295.57亿元，同比下降4.37%；公司营业利润率同比下降0.35个百分点至3.89%。

从期间费用看，2019年，公司销售费用为0.63亿元，同比下降6.26%；管理费用为0.96亿元，同比下降17.30%，主要系职工薪酬下降所致；财务费用6.13亿元，同比下降6.69%；公司销售费用、管理费用和财务费用分别占8.21%、12.43%和79.37%。公司期间费率保持较低水平，费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2019年，公司其他收益为0.29亿元，全部为政府补助；投资收益为0.67亿元，主要由公司对香港祥光和新凤祥财务有限公司的投资收益构成；公司资产处置收益规模较小，对利润影响不大。

2019年，公司实现利润总额5.15亿元；总资本收益率和净资产收益率同比均下降1.00个百分点至5.46%和5.39%。

图13 公司主要盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020年1－9月，公司实现收入215.47亿元，同比下降5.72%；实现利润总额3.39亿元，同比增长6.94%，营业利润率为4.17%。

5. 现金流分析

2019年以来，公司经营活动现金流入量有所下降，收入实现质量较好；投资规模较小，筹资活动前现金流持续净流入，整体筹资压力较小。

表13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1－9月
经营活动现金流入量	379.94	372.39	352.15	232.15
现金收入比	111.90	114.70	113.91	107.12
经营活动现金流量净额	18.84	15.43	10.74	14.27
投资活动现金流量净额	-9.17	-1.92	-5.57	-0.29
筹资活动前现金流量净额	9.67	13.51	5.17	13.98
筹资活动现金流量净额	-9.19	-11.48	-0.29	-10.91

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2019年，受营业收入下降影响，公司经营活动产生的现金流入量和流出量分别为352.15亿元和341.41亿元，同比分别下降5.44%和4.36%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为10.74亿元，同比下降30.41%，净流入规模收窄。从收入实现质量来看，2019年，公司现金收入比保持较高水平，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入规模较小；投资支付的现金6.81亿元，主要由追加对新凤祥财务有限公司投资4.75亿元和购建固定资产、无形资产等支付的现金2.06亿元构成。

2019年，公司筹资活动前现金流保持净流入，经营所获现金可以满足对外投资需求。考虑到公司在建工程待投规模较小，整体筹资压力较小。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流收支规模均有所增长；筹资活动产生的

现金流保持净流出，为-0.29 亿元，净流出规模同比下降 97.48%。

2020 年 1－9 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 232.15 亿元和 14.27 亿元；同期，投资活动现金流量净额-0.29 亿元，净流出规模较 2019 年有所收窄；筹资活动前现金流净流入 13.98 亿元。2020 年 1－9 月，公司筹资活动现金流净额-10.91 亿元，表现为净流出。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所下降，长期偿债能力指标尚可，但考虑到公司在经营规模、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为141.72%和78.46%，较2018年底分别下降6.47个和2.34个百分点；截至2020年9月底公司流动比率和速动比率分别为129.35%和72.02%。2019年，公司经营现金流动负债比率为10.82%；2019年底和2020年9月底，公司现金类资产与短期债务之比分别为0.70倍和0.65倍。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.41 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.35 倍和 7.73 倍。同时考虑到公司在经营规模、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 4.67 亿元，担保比率为 5.42%，为对山东凤祥股份有限公司（以下简称“凤祥股份”）提供的担保。被担保公司凤祥股份为公司关联企业，并已于2020年7月16日在正式在港交所挂牌上市，股票代码“9977.HK”。目前凤祥股份经营正常。

截至 2020 年 9 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 285.86 亿元，已使用额度 216.90 亿元，尚未使用额度 68.96 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司对存续债券的保障能力很强。

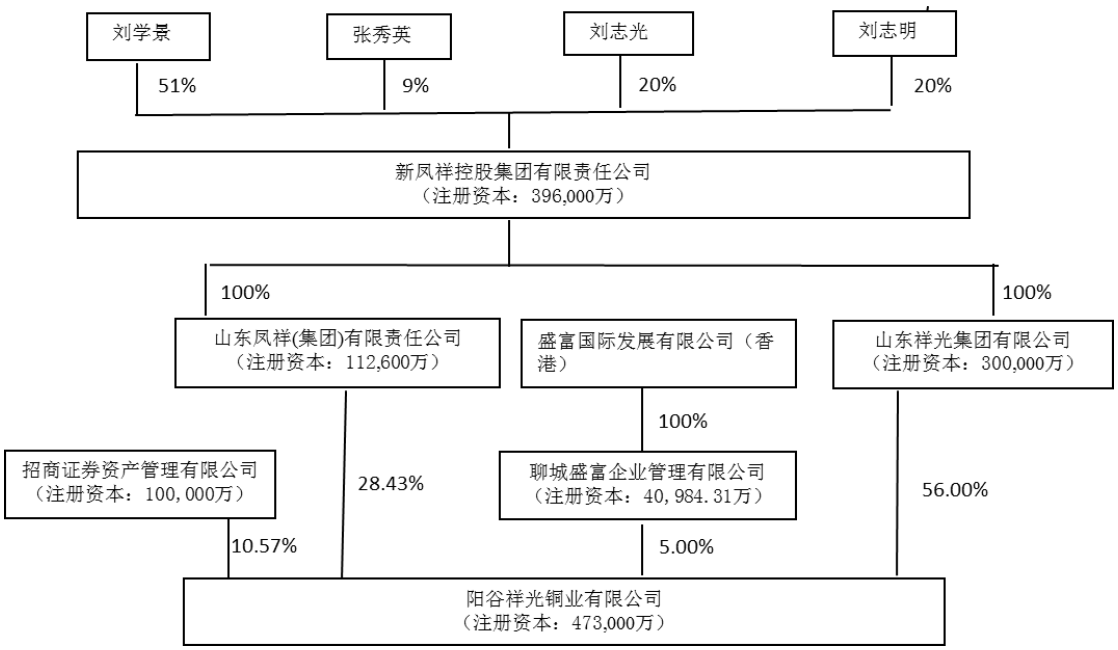
截至2020年9月底，公司存续债券余额共10.00亿元，均将于2021年偿还。截至2019年底，公司现金类资产58.68亿元，为存续期内待偿债券余额的5.87倍；2019年经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为352.15亿元和10.74亿元，分别为存续期内待偿债券余额的的35.22倍和1.07倍。

总体看，公司现金类资产对存续债券保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券保障能力强，公司经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值保障能力较强。

十一、结论

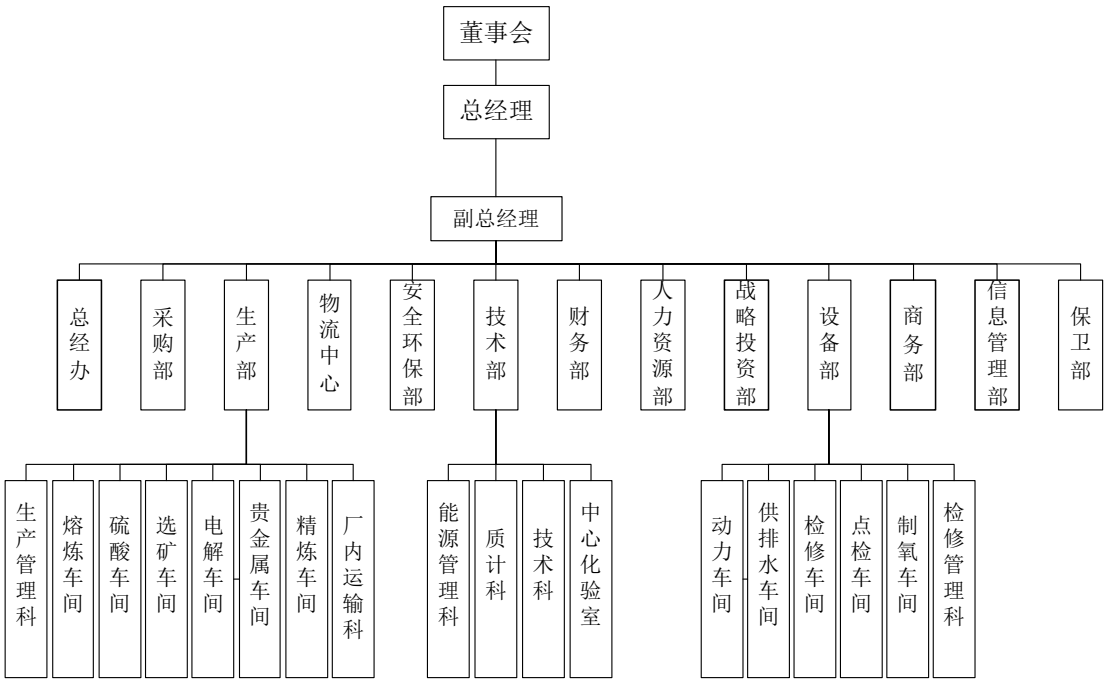
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“20阳谷祥光CP001”和“20阳谷祥光CP002”的信用等级为A-1,评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 9 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	54.29	59.42	58.68	57.20
资产总额（亿元）	198.70	196.44	209.42	197.27
所有者权益（亿元）	78.38	83.73	83.21	86.09
短期债务（亿元）	84.32	80.24	84.38	88.67
长期债务（亿元）	14.00	13.83	27.00	10.45
全部债务（亿元）	98.32	94.07	111.38	99.12
营业收入（亿元）	338.10	323.17	307.82	215.47
利润总额（亿元）	5.94	6.20	5.15	3.39
EBITDA（亿元）	15.62	15.62	14.41	--
经营性净现金流（亿元）	18.84	15.43	10.74	14.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	52.15	46.83	28.23	--
存货周转次数（次）	5.26	5.04	4.82	--
总资产周转次数（次）	1.73	1.64	1.52	--
现金收入比（%）	111.90	114.70	113.91	107.12
营业利润率（%）	3.92	4.24	3.89	4.17
总资本收益率（%）	6.50	6.45	5.46	--
净资产收益率（%）	6.52	6.39	5.39	--
长期债务资本化比率（%）	15.16	14.18	24.50	10.83
全部债务资本化比率（%）	55.64	52.91	57.24	53.52
资产负债率（%）	60.55	57.38	60.27	56.36
流动比率（%）	138.44	148.19	141.72	129.35
速动比率（%）	73.37	80.79	78.46	72.02
经营现金流动负债比（%）	19.56	17.36	10.82	--
现金类资产/短期债务（倍）	0.64	0.74	0.70	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	2.45	2.55	2.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.29	6.02	7.73	--

注：1.公司 2020 年 1－9 月财务报表未经审计；2.公司其他流动负债调整入短期债务；3.将 2017 年底和 2018 年底公司应付债券中一年内到期的有息债务调整至短期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变